

学校编码: 10384
学号: 12920061150494

分类号_____密级_____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

股指期货的期货交易所监管机制研究

Study on the Supervisory Mechanism of Futures

Exchange over Stock Index Futures

吴益斌

指导教师姓名: 朱 崇 实 教授

专 业 名 称: 经 济 法 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

股票指数期货是近代金融市场发展产生的一种衍生工具。与商品期货相比，它具有更高的回报率和风险性，同时它也是成熟的风险管理工具。在现代市场经济条件下，股指期货的特点使得对其进行监管尤为必要。期货交易所作为股指期货交易的场所和运作中心，对期货市场的健康发展起到了关键作用。因此，建立和完善期货交易所监管机制是股指期货良好发展的前提和保障。

本文将机制的概念引入期货交易所监管中来，从监管机制的角度出发，提出股指期货的期货交易所监管机制应分为监管权的来源、监管的组织形式、监管的具体制度和监管协调机制。全文紧密围绕这四个方面的内容，采用比较分析法和规范分析法展开论述。

全文由四章构成。第一章介绍了股指期货风险和风险监管的相关概念和相关理论。第二章分析了期货交易所的监管机制，认为其应该包括：监管权的来源、监管的组织形式、监管的具体制度以及监管协调机制。第三章在对世界上一些发展较为成熟的期货交易所监管机制研究分析后，得到一些有益的启示。第四章在总结了现有的监管机制和监管经验的基础上，借鉴国际上先进的法律监管经验，对我国股指期货的期货交易所监管机制的完善提出了相关的建议，希望能够对期货交易所实现其监管职能，促进股指期货健康发展有所益处。

关键词：股指期货；期货交易所；监管机制

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

The Stock index futures is a modern derivative of financial markets. Compared with the commodity futures, it is not only open to higher rates of return and risk, but proves to be a mature control instrument against risks, which, in the context of modern economy, indicates the importance in strengthening the market supervision concerned. Futures Exchange, as a locale and operation center for stock index futures, plays a pivotal role in promoting the healthy development of futures market. Therefore, the establishment and enhancement over the supervisory mechanism of futures exchange turn out to be the prerequisite and guarantee to the promising development of stock index futures.

This thesis introduces the concept of mechanism into the supervision of futures exchange and divides the supervisory mechanism of futures exchange over the stock index futures into four parts as viewed from supervisory mechanism: sources of supervision power, supervision forms, supervisory systems and mechanism for coordinating oversight. The present thesis centering on this four aspects develops its elaboration through the comparative analysis method and normative analysis.

The thesis is consisted of four chapters. The first chapter mainly centers on the concepts and theories relevant to the stock index futures with its risk and necessary market supervision analyzed. In the second chapter, the author of the thesis analyzes the four aspects and advice the mechanism should include: sources of supervisory power, supervision forms, supervisory systems and the coordination between future exchanges and relevant supervisory institutions, all of which are contributing to the supervision of stock index futures against risks. In chapter three, several good inspirations for the supervision of futures exchange are elaborated after a detailed research into the more advanced supervisory mechanism and its legal tendency in the world. Then in the chapter four, after summarizing the legal supervision experience in the domestic futures

exchange, the author of this thesis makes several proposals for the perfection of the supervisory mechanism of futures exchange in China, with the hope that the thesis may be of benefit to the effective supervision of the futures exchange and the healthy development of stock index futures.

Key Words: Stock Index Futures; Futures Exchange; Supervisory Mechanism

目 录	
前 言	1
第一章 股指期货概述及风险监管	2
第一节 股指期货概述	2
一、股指期货概念	2
二、股指期货交易与股票交易的异同	3
第二节 股指期货风险及监管必要性	3
一、股指期货的风险类型	3
二、股指期货监管的必要性	4
三、期货交易所监管的必要性	5
第二章 期货交易所监管机制原理	9
第一节 期货交易所监管权力来源	9
一、契约订立而获得的授权	9
二、法定授权	10
三、政府期货监管机构的授权	11
第二节 期货交易所的组织形式分析	13
一、两种组织形式的期货交易所	13
二、不同组织形式交易所的优势	13
第三节 期货交易所风险监管的具体制度	15
一、基本风险控制制度	15
二、风险预防制度	16
三、风险释放制度	16
四、其它制度	17
第四节 期货交易所监管协调机制的建立	17
一、与政府监管机构的协调	18
二、跨市场监管的协调	18
三、域外监管的协调	19
第三章 域外股指期货的期货交易所监管机制分析	20

第一节 各国股指期货的期货交易所监管机制研究	20
一、美国股指期货的期货交易所监管机制	20
二、英国股指期货的期货交易所监管机制	21
三、德国股指期货的期货交易所监管机制	22
四、新加坡股指期货的期货交易所监管机制	24
第二节 股指期货的期货交易所监管比较分析及启示	24
一、完备的监管体系	24
二、合适的交易所组织形式	25
三、完善的风险防控制度	25
四、良好的监管协调机制	26
第四章 我国股指期货的期货交易所监管机制的完善	28
第一节 我国股指期货交易监管现状	28
一、股指期货等金融期货市场发展分析	28
二、现有股指期货的期货交易所监管机制及不足	29
第二节 股指期货的期货交易所监管机制的完善	31
一、期货交易所监管权取得的完善	31
二、合理组织形式的构建	34
三、股指期货风险防控制度的完善	36
四、期货交易所监管协调机制的建立	38
五、金融危机对完善交易所监管机制的启示	39
结 论	43
参考文献	44

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 Overview and Risk Supervision of Stock Index Futures.....	2
Subchapter 1 Overview of Stock Index Futures	2
Section 1 Definition of Stock Index Futures.....	2
Section 2 Similarities and Differences between Stock Index Futures and Stock.....	3
Subchapter 2 Risk of Stock Index Futures and Its Necessity of Supervision.....	3
Section 1 Types of Risk of Stock Index Futures.....	3
Section 2 Necessity of Supervision of Stock Index Futures.....	4
Section 3 Necessity of Supervision of Futures Exchange.....	5
Chapter 2 Theory on Mechanism of Supervision of Futures Exchange	9
Subchapter 1 Sources of Supervisory Power of Futures Exchange	9
Section 1 Authorization from Contract.....	9
Section 2 Statutory License	10
Section 3 Authorization from Governmental Futures Supervisory Authorities	11
Subchapter 2 Analysis of Form of Futures Exchange	13
Section 1 Two Forms of Futures Exchange.....	13
Section 2 Advantages of Different Forms of Futures Exchange	13
Subchapter 3 Concrete Systems of Risk Supervision of Futures Exchange	15
Section 1 Basic Risk Control System	15
Section 2 Risk Prevention System.....	16
Section 3 Risk Revelation System.....	16
Section 4 Other Systems.....	17
Subchapter 4 Establishment of Mechanism of Supervisory Coordination of Futures Exchange	17
Section 1 Coordination with Governmental Authority	18
Section 2 Coordination among Different Markets	18
Section 3 Extraterritorial Coordination.....	19
Chapter 3 Analysis of Supervisory Mechanism of Extraterritorial Futures Exchange over Stock	

Index Futures	20
Subchapter 1 Study of Different Countries' Futures Exchange over	
Stock Index Futures	20
Section 1 Supervisory Mechanism of Futures Exchange over Stock Index	
Futures in USA	20
Section 2 Supervisory Mechanism of Futures Exchange over Stock Index	
Futures in England.....	21
Section 3 Supervisory Mechanism of Futures Exchange over Stock Index	
Futures in Germany	22
Section 4 Supervisory Mechanism of Futures Exchange over Stock Index	
Futures in Singapore.....	24
Subchapter 2 Comparative Analysis and Revelation of Supervision of	
Futures Exchange over Stock Index Futures	24
Section 1 Complete Systems of Supervision	24
Section 2 Suitable Forms of Futures Exchange	25
Section 3 Perfect Risk Control System	25
Section 4 Good Coordination Mechanism of Supervision	26
Chapter 4 Perfection of Domestic Supervisory Mechanism of	
Futures Exchange over Stock Index Futures	28
Subchapter 1 Current Situation of Supervision over Stock Index Futures	28
Section 1 Analysis of Development of Financial Futures Market like Stock	
Index Futures	28
Section 2 Current Supervisory Mechanism of Futures Exchange over Stock	
Index Futures and Its Shortages	29
Subchapter 2 Perfection of Supervisory Mechanism of Futures Exchange	
over Stock Index Futures	31
Section 1 Perfection of Acquisition of Supervisory Power for the Futures	
Exchange	31
Section 2 Construction of Suitable Forms	34
Section 3 Perfection of Risk Prevention and Risk Control Systems.....	36
Section 4 Settlement of Coordination of Supervisory Mechanism for the	
Futures Exchange	38
Section 5 Revelation to the Perfection of Supervisory Mechanism of	
Futures Exchange from Financial Crisis	39
Conclusion	43
Bibliography	44

前言

随着我国资本市场的快速发展，金融衍生产品的推出也成为值得关注的焦点。2007年3月6日，《期货交易管理条例》的出台为股指期货推出消除了法律障碍。伴随各界关注的上升，对股指期货风险防控的担心也随之而来，特别是美国次贷危机引起的全球金融危机引发了大家对于金融衍生产品风险监管的讨论。但是我们对待股指期货不能因噎废食，而应该看到越是在危机下，股指期货的推出越具有必要性和现实意义。这次次贷危机受到影响的国家中，不管是美国还是新兴市场的国家，如股指期货一类的场内金融衍生产品并没有发生风险，相反还为下跌的股票市场的投资者提供了一种避险工具。因此，我们应该首先考虑如何为股指期货的健康发展提供法律保障，让其发挥应有的积极作用。

股指期货的期货交易所监管正是这样一个命题，在股指期货的监管体系中，期货交易所的监管机制是不可或缺的。因为期货交易所是期货合约的设计者，是股指期货交易规则的制定者和监督实施者，几乎每一次交易的发生都会与期货交易所发生联系。特别是在经济全球化的今天，加强我国期货交易所监管能力也是我国参与未来金融市场竞争的前提条件。因此，谈论股指期货的监管，其中一个重要环节就是要探讨期货交易所的监管机制。相比较大部分股指期货文章将重点放在探讨股指期货整体监管的完善上，^①本文侧重于分析期货交易所的监管机制。笔者通过分析期货交易所监管机制的主要内容以及比较各国期货交易所监管机制，尝试对股指期货交易所监管机制提出完善建议。

^① 对于股指期货监管问题，国内已有相关学者予以关注，例如顾功耘、罗培新等就曾在《法学》2006年第3期上发表了专题文章，对金融衍生工具特别是股指期货的法律规制问题展开了探讨；胡岍探讨了我国股指期货必须引入风险的法律监管；丁晓巍、汪毅等也曾多次涉及到股指期货的法律监管体系。总体而言，学者们对股指期货监管模式的选择和监管权限的配置都进行了讨论，在这其中交易所作为其中一个层次的监管主体有所涉及，但都不是作为研究的重点。

第一章 股指期货概述及风险监管

第一节 股指期货概述

一、股指期货概念

股票指数（Stock Index）即股票价格指数，是由金融管理机构或者股票市场服务机构编制的表明股票市场行情变化的一种供参考的指示数字——即股票市场上某一时刻股票基期价格平均数的比值。^①股票指数标识的是某个股票市场，或者市场中特定范围的公司股票的整体价格水平。

股票指数期货（Stock Index Futures）是以某一股票价格指数为标的物的金融期货。在股票指数期货（以下简称股指期货）中，股票指数期货合约是核心标的，是以股票指数为交易基础，根据双方事先约定，在特定时间内以约定的价格进行交易的一种标准化合约。根据其特征，我们可以将其归纳为“它是一种具有法律约束力的合约，签约双方在未来的某个特定的日期，可以根据预先决定的指数大小，进行标的指数的买卖”。^②在其标准化的合约内容中，通常对标的指数、交易单位、最小变动价位、合约期限、交易时间、保证金比例等条款进行标准化规定。惟一不确定的就是价格，价格由于市场需求而发生变动可以增加交易的方便性和时效性，市场参与者能够方便地转让期货合约。^③股指期货是一种规范化、标准化、便于监管的金融产品。

股票指数期货是一种有效的风险管理工具。^④股票市场是风险较大的金融市场，股票投资者一般面临着两类风险。第一类是由于受到特定因素影响的特定股票的市场价格波动，给投资者带来的收益损失，称为非系统风险；另一类是在作用于整个证券市场的因素的影响下，市场上所有类股票同时涨跌所带来的市场价格风险，称为系统风险。^⑤对于非系统风险，投资者可以通过购买不同种类股票，构造组合投资的方式来规避风险；对于系

^① 田源,主编.现代期货大典[M].北京:石油工业出版社,1994. 617.

^② MILLERS,JOHN.Stock Index Options and Futures[M].London:McGraw—Hill Inc,1992.9.

^③ 罗思远.股指期货面面观[J].长三角,2007,(5):87.

^④ [美]理查德·德尔.金融市场风险及监管[M].王建梅译,北京:宇航出版社,2003.3.

^⑤ 黄庭钧.股指期货“破题”金融期货[EB/OL].<http://www.stockstar.com>,2006-08-03.

统风险，投资者仅靠投资组合难以回避整体市场风险，因为一种或者几种股票组合并不能取代市场整体走势，而且由于资金的局限，所有投资者均无法购买所有股票的期货合约。而股票指数基本上代表了整体市场股票价格变动的趋势。购买以股指为基础的期货合约，就可以对整体市场进行保值。

二、股指期货交易与股票交易的异同

股指期货交易是以股票价格指数为基础的，与整体股票市场的走势有着密切的联系，其实质体现了现货与期货的联系。

股指期货交易与股票交易的不同则体现在：首先，从交易的内容看，股指期货交易是买卖双方对股市涨跌情况作出判断，进行做多或者做空的交易。股票交易是通过转让股票即股票所附有的公司的所有权而获得股票的持有，通过股利和股票价格涨跌获取利润。其次，从是否具有保证金制度来看，股指期货交易是保证金制度下的交易方式，只要拥有合约价值一定比例的保证金就可以进行操作，杠杆比率较高。而股票交易是现货交易，需要百分百资金的投入，采用的是全额交易。再次，从交易期限来看，股指期货交易有合约到期日。而股票交易没有时限，投资者可以长期持有股票。

股指期货交易有利于对冲单纯进行股票交易的风险。如果把股票价格指数改造成为一种可供购买的商品，便可以利用这种改造商品的期货合约对整个市场进行保值。实践证明，只有建立起以期货及其衍生金融工具为中心的风险管理机制，才能有效化解国民经济运行的内在风险。^①

第二节 股指期货风险及监管必要性

一、股指期货的风险类型

股指期货是为了满足投资者以较低的成本规避系统风险的需要而产生的，弥补了传统金融市场规避风险不足的缺点。同时股指期货通过对股票市场的蛛网式波动收敛机制发挥作用，使股价指数收敛到合理的范围之内。

^① 田源.期货市场是一个风险管理市场[N].证券时报,2001-11-28(10).

^①但是股指期货本身也存在风险,使用不当也会给相应的金融市场带来影响和冲击。股指期货的风险类型主要有五种:^②

(一) 市场风险

市场风险是因为股票指数本身的变化从而为股指期货投资者带来损失的一种风险。而且由于股票指数期货采取了杠杆交易,保证金仅为合约金额的 5%-10%,这样一种使用高度杠杆性操作的投机工具容易加剧市场风险。

(二) 信用风险

信用风险是指股指期货的投资者出现违约风险。股指期货交易制度中为控制投资者的信用风险,常常采用一系列的准入制度、结算制度,如结算担保金制度、当日无负债结算制度、持仓限额制度等。

(三) 流动性风险

流动性风险是指由于缺乏相应的合约给交易对方而无法实现购买或者平仓的风险。流动性风险取决于合约的标准化程度、市场交易规模和市场环境变化等。合约的标准化程度不同,市场的流动性也不同。市场交易规模越大,市场的流动性越大;当市场发生变化时,市场的流动性将大大降低。

(四) 操作风险

操作风险是指由于信息系统或者内部控制系统的失误而造成的意外损失。这种风险与人为失误、系统错误以及风险内控机制的完善有关。

(五) 法律风险

法律风险是指因为法律规定不明确或者交易不受法律保护,使得交易被取消或者判定为无效,无法实现履约而给投资者带来的损失。由于股指期货属于创新的交易产品,相应的法律规定存在滞后性,交易的合法性难以保证,投资者在遭受损失时无法寻求法律救济。

二、股指期货监管的必要性

正因为股指期货存在上述风险,如果不由监管主体对其进行监管,不但不能发挥出股指期货的风险管理功能,还会给金融体系造成损害。^③现代

^① 张学东.股价指数期货理论与实践研究[M].北京:中国社会科学出版社,2005.91.

^② 本文采取的股指期货风险的分类采用对金融衍生产品风险的分类,见巴塞尔银行监管委员会.巴塞尔银行监管委员会文献汇编[M].北京:中国金融出版社,2002.315-319.

^③ 在英国巴林银行事件中,由于交易员的违规操作和公司内部监管不力,造成了 11.93 亿美元亏损。

经济发展的实践已经证明了经济学理论对于政府干预的分析。市场不是万能的，市场本身存在着自身无法克服的缺陷，从而导致了市场在调节资源配置时发生了“市场失灵”。其中主要集中在：市场对垄断性较强和资源稀缺的产品和行业难以发挥其调节作用；市场对公共物品的供求难以发挥调节作用；由于信息的不对称，市场的运行具有一定的盲目性及不确定性；市场机制难以惩罚市场上的外部不经济行为等。^①要将所有的市场失灵问题交予市场机制来解决，这存在市场的限度和成本的问题，因此需要政府干预。股指期货交易中的市场失灵，也需要从政府干预的角度进行规范。对股指期货的监管能够防范风险的发生，使得股指期货发挥正常的风险管理的功能。

从金融期货发展的实践看，也需要对股指期货一类的金融衍生产品进行法律监管。我国发展期货市场的时间较短，由于期货市场的复杂性和利用境外期货产品进行风险管理经验的缺乏，风险防控的机制不到位。我国期货市场发展曾经经历过曲折的过程，影响较大的事件如“327”国债事件、株冶事件、中航油事件等都给期货市场的健康发展带来了负面的影响。在国际金融市场上也发生过法国兴业银行事件、英国巴林银行事件等影响较大的事件。这些金融期货风险事件都与缺少相应有效的监管机制有关。因此，加强金融期货交易的监管，是发挥金融期货市场积极作用的重要保障。

三、期货交易所监管的必要性

股指期货监管属于金融监管的范畴，政府监管、行业协会自律管理和期货交易所自律监管的三级监管体系依然是国际金融衍生产品监管的主流体系。虽然各国因为经济状况、历史发展和法律传统等差异，在政府监管与自律监管的侧重点、自律监管内部设置上都存在差异，但是均强调期货交易所对股指期货的监管作用。

（一）期货交易所监管的经济学分析

因为股指期货存在上述分析的风险，所以需要政府对其进行监管。但是政府的不当或者过度干预却会产生适得其反的效果，会产生“政府失灵”，抑制国内金融创新和发展。因此，要平衡政府监管与市场自律的关系。金

^① 姚兴涛.金融衍生工具市场论[M].上海:立信会计出版社,1999.68.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库